



Panamá, 28 de septiembre de 2020

Licenciado
Julio Javier Justiniani
Superintendente
Superintendencia del Mercado de Valores
Ciudad de Panamá.-

REF: HECHO DE IMPORTANCIA
CALIFICACIONES DE RIESGO

Estimado Licenciado Justiniani:

Por medio de la presente tenemos a bien adjuntarles el informe de actualización de calificación de riesgo emitido por la agencia calificadora de riesgo internacional Fitch Ratings.

Las calificaciones otorgadas a la matriz Panama Power Holdings, Inc. y a su subsidiaria Hydro Caisán, S.A. son las siguientes:

Panama Power Holdings, Inc.	Emisor BBB+(pan), perspectiva estable.
Hydro Caisán, S.A.	Emisor BBB+(pan), perspectiva estable.
Hydro Caisán, S.A.	Bonos Corporativos BBB+(pan), perspectiva estable.

El informe de actualización de la calificadora será publicado en la página web de Panama Power Holdings, Inc.

Atentamente,

Patrick Kelly
Representante Legal

c.c. Bolsa de Valores de Panamá

Panama Power Holdings, Inc. y Subsidiarias e Hydro Caisán, S.A.

Las calificaciones reflejan la posición competitiva de PPH en el despacho de energía en Panamá, su posición contratada y nivel de apalancamiento alto (deuda total a EBITDA), el cual Fitch espera que sea cercano a 7.0 veces (x) a finales de 2020, para luego descender por debajo de 6.0x después de 2021. Como factor importante, también consideran la exposición de la compañía al riesgo hidrológico y regulatorio, así como a las condiciones macroeconómicas.

En el contexto de la pandemia por coronavirus, mediante Ley 152 de 4 de mayo de 2020, se adoptaron una serie de medidas especiales que incluyeron la suspensión del pago de electricidad y otros servicios por un plazo de cuatro meses a partir del 1 de marzo de 2020, para aquellas personas con ingresos familiares inferiores a USD2,000 y que hayan sido despedidas, o que no estén trabajando actualmente debido a la crisis sanitaria, así como a microempresarios y dueños de negocios de ciertas industrias. La medida también benefició a los jubilados y a otras personas que perciben una pensión.

Previo a lo anterior, el Poder Ejecutivo decretó un subsidio adicional de 50% en la factura de electricidad a clientes que consuman entre 0 y 300 kilovatios-hora (KWh) vigente hasta el 30 de junio, y un nuevo subsidio de 30% para clientes que consuman entre 301 y 1,000 KWh. El subsidio para el primer cuatrimestre de 2020 de USD33.9 millones, aprobado el pasado 21 de julio, compensará parcialmente a las empresas de distribución eléctrica (Discos). La demanda eléctrica acumulada a junio de 2020 se redujo en 4.2% respecto al mismo período de 2019. Asimismo, el precio en el mercado ocasional (spot) se ha mantenido en niveles inferiores a los USD45 por megavatios-hora (MWh) desde abril, siendo de USD41.3 por MWh al cierre de junio.

A junio de 2020, el monto de las cuentas por cobrar de PPH y subsidiarias, asociadas con la moratoria, fue de USD670 mil, lo que representó cerca de 8% de los ingresos facturados entre marzo y junio de 2020.

Factores Clave de Calificación

Refinanciamiento de Bonos: La compañía realizará una nueva emisión de bonos corporativos garantizados por un monto de hasta USD180 millones a finales de septiembre 2020, la cual está suscrita en su totalidad y tendrá un plazo de 10 años. Los recursos de dicha emisión serán destinados para refinanciar la deuda existente correspondiente a los bonos de Hydro Caisán con un saldo actual de USD182.4 millones (neto de costos de financiamiento diferidos). Fitch estima que, el apalancamiento ajustado se fortalecerá hasta niveles cercanos a 7.0x en 2020, desde 7.8x en 2019, tomando en cuenta una mayor generación de EBITDA por mejoras en las condiciones hidrológicas en el segundo semestre de 2020. Además, la agencia espera que dado el esquema de amortizaciones programadas de cerca de USD9 millones anuales, que incluye un barrido de caja de USD2 millones anuales máximo, daría como resultado niveles de apalancamiento de entre 7.0x y 5.3x durante el período proyectado.

Apalancamiento Alto: El indicador de apalancamiento medido como deuda total a EBITDA fue de 7.8x al cierre de 2019. El deterioro del indicador obedeció a la reducción del EBITDA, debido a mayores costos operativos asociados a las compras de energía en el mercado ocasional, como

Calificaciones

Tipo	Calif.	Perspectiva	Última Acción de Calif.
PPH Emisor	BBB+(pan)	Estable	Afirmación el 19 de agosto de 2020
Hydro Caisán Emisor	BBB+(pan)	Estable	Afirmación el 19 de agosto de 2020
Hydro Caisán Bonos 2020	BBB+(pan)		Asignación el 21 de septiembre de 2020
Hydro Caisán Bonos 2011, 2012	BBB+(pan)		19 agosto de 2020

[Pulse aquí para ver la lista completa de calificaciones \(PPH\).](#)

[Pulse aquí para ver la lista completa de calificaciones \(Hydro Caisán\).](#)

Metodologías Aplicables

[Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas \(Junio 2020\)](#)

[Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria \(Diciembre 2019\)](#)

[Metodología de Calificaciones en Escala Nacional \(Junio 2020\)](#)

Analistas

Erick Pastrana
+506 2106-5184
erick.pastrana@fitchratings.com

Eduardo Trejos
+506 2106-5185
eduardo.trejos@fitchratings.com

consecuencia de una generación de energía menor dadas las condiciones de hidrología adversas de ese año producto del fenómeno de El Niño.

En los últimos 12 meses (UDM) a junio de 2020, el apalancamiento de PPH fue de 7.7x. El caso base de Fitch considera que el indicador de apalancamiento se ubicará en torno a 7.0x en 2020 y se fortalecerá por debajo de 6.0x después de 2021, como resultado de una mejora en la posición contratada de energía, la cual se espera sea, en promedio, de 80% entre 2021 y 2022, con un precio monómico de USD103 por MWh. Además, Fitch asume un factor de carga de 34% para 2020; 37% para el período 2021 a 2023 y necesidades de inversiones de capital (capex) de mantenimiento bajas, las cuales serán fondeadas principalmente con generación interna de efectivo.

Exposición Elevada al Riesgo Hidrológico: Las calificaciones de PPH están limitadas por su concentración de activos de generación en la misma zona geográfica y tecnología, donde el riesgo hidrológico asociado a las hidroeléctricas de pasada es mayor en comparación con activos de generación con reservorio. La compañía tiene una posición de despacho competitiva que es característica en las centrales de pasada dado que no tienen costo variable.

En 2019, la producción total neta de energía de PPH fue de 310 gigavatios-hora (GWh), la cual fue la menor producción en los últimos cinco años producto de las condiciones persistentemente secas en comparación con 2018, como resultado del fenómeno mencionado. Fitch considera que 2020 será un año con niveles de generación neta en torno a 350 GWh, asumiendo un factor de carga (despacho) de 34% para el portafolio de generación y condiciones de hidrología en el segundo semestre de 2020 similares al promedio de los últimos cuatro años.

Rentabilidad Sensible a Condiciones Climáticas: Las calificaciones de PPH incorporan la correlación de la rentabilidad del negocio, en términos de EBITDA, con las condiciones de hidrología. La generación de efectivo y la rentabilidad de PPH presentan una sensibilidad mayor durante la estación seca en Panamá, época en la cual la compañía usualmente incurre en transacciones en el mercado ocasional para cumplir con sus obligaciones contractuales.

En los UDM a junio de 2020, el EBITDA fue de USD23.7 millones con un margen de 64.1% (UDM junio de 2019: USD24.2 millones; 62.6%), lo cual evidencia el impacto de las condiciones de sequía que se presentaron durante 2019. Además, durante ese año, la compañía realizó compras en el mercado ocasional por 84 GWh, equivalentes a 30.8% de la energía contratada, con un costo de USD8.2 millones. Hacia adelante, Fitch espera un EBITDA cercano a USD25 millones en 2020 con un margen cercano a 72% y EBITDA promedio de USD28 millones para el período 2021 a 2023.

Flujo de Fondos Libre Proyectado Positivo: Fitch estima que la generación de flujo de fondos libre (FFL), calculado por Fitch, será positiva en los siguientes años y suficiente para cubrir las amortizaciones programadas de deuda. De igual forma, Fitch estima que la compañía mantendrá un saldo de efectivo mínimo de USD3 millones en los siguientes años.

El plan de capex de la compañía considera la incorporación en 2023 de una mini central hidroeléctrica con un costo aproximado de USD3 millones y una capacidad instalada de 1 MW. Fitch opina que dadas las necesidades de capex de mantenimiento modestas, estimadas en valores cercanos a USD450 mil anuales, así como la expectativa de mejora en la generación de EBITDA, la compañía podrá generar flujo anual de USD16 millones en promedio entre los años 2021 y 2023, antes del pago de capital y dividendos, cumpliendo con las condiciones financieras (covenants) de la nueva emisión de bonos.

Exposición al Riesgo Regulatorio: Las calificaciones de PPH también reflejan su exposición al riesgo regulatorio, considerando que los generadores no han sido intervenidos directamente, sino en la forma de subsidios al usuario final. Históricamente, las empresas de generación en Panamá se han caracterizado por ser negocios competitivos no regulados y libres de aplicar sus propias estrategias comerciales. En años anteriores, el aumento en precios de la energía dio como resultado un incremento en la intervención del gobierno con la intención de reducir el impacto de precios altos de energía para el consumidor final. No obstante, las medidas de contingencia anunciadas por el gobierno para hacer frente a la contingencia sanitaria en combinación con la baja actividad económica y consecuente menor demanda eléctrica, podrían comprometer la liquidez del sector.

Resumen de Información Financiera

	2018	2019	2020P	2021P
Ingresos Netos (USD miles)	39,766	39,378	35,215	39,184
Margen de EBITDA Operativo (%)	70.9	59.0	71.8	71.7
Margen de FGO (%)	27.3	25.3	37.2	42.9
Deuda Total/EBITDA Operativo (veces)	6.8	7.8	7.0	6.0
EBITDA Operativo/Intereses Pagados en Efectivo	1.6	1.8	2.1	2.7

P – Proyección. FGO – Flujo generado por las operaciones.

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions.

Derivación de las Calificaciones respecto a Pares

Las calificaciones de PPH de 'BBB+(pan)' e Hydro Caisán 'BBB+(pan)', reflejan su posición competitiva de despacho de energía en Panamá, apalancamiento alto y su estrategia de contratación. Asimismo, las calificaciones consideran la exposición de la compañía al riesgo hidrológico y potencial regulatorio, así como a condiciones macroeconómicas. Las calificaciones de PPH están limitadas por la concentración geográfica de su portafolio de generación, lo cual acentúa el riesgo hidrológico. Además, las calificaciones de Hydro Caisán consideran los fuertes lazos operacionales y legales con su matriz PPH.

Comparado con Electron Investment, S.A. (EISA) [BBB+(pan) / Perspectiva Estable], PPH cuenta con una escala de operaciones y una posición contratada mayores, con una exposición similar al riesgo hidrológico. En cuanto a otros corporativos del sector eléctrico, tales como AES Panamá, S.R.L. (AESP) [AA+(pan) / Perspectiva Estable] y AES Changuinola S.R.L. (AESC) [A+(pan) / Perspectiva Estable], PPH tiene una posición de despacho competitiva, pero un portafolio de generación de menor escala y con concentración geográfica mayor. Respecto a otros generadores hidroeléctricos de pasada, el factor de carga histórico de los últimos cinco años de PPH de 36% es menor que la media de sus pares de 49%.

En términos de apalancamiento ajustado, el nivel esperado de PPH de entre 7.0x y 5.3x a lo largo del ciclo de calificación, compara negativamente con el promedio de apalancamiento esperado de AESP y AESC. Dada la naturaleza del negocio, la rentabilidad es mucho mayor que otros sectores, tales como comercio al detalle y construcción, donde el margen de EBITDA de PPH esperado para 2020 es cercano a 72%.

Sensibilidad de las Calificaciones

Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de calificación positiva/alza:

- niveles de apalancamiento ajustado sostenidos por debajo de 5.0x a lo largo del ciclo;
- fortalecimiento del EBITDA que derivara de una estabilidad operativa mayor por mejores niveles de hidrología y que permitiera aumentar la generación de electricidad;
- un perfil de liquidez robusto.

Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de calificación negativa/baja:

- apalancamiento ajustado recurrentemente mayor que 7.0x a lo largo del ciclo;
- FFL negativo recurrente;
- presiones en el perfil de liquidez que lleven a una métrica de efectivo y equivalentes a deuda de corto plazo menor que 1.0x;

- eventos operacionales que impidieran el suministro de energía;
- deterioro de las condiciones macroeconómicas en Panamá que dieran como resultado una reducción del consumo de energía;
- una intervención regulatoria o política que influyera adversamente en la rentabilidad de la empresa.

Liquidez y Estructura de la Deuda

Liquidez Adecuada: A junio de 2020, el saldo de efectivo y equivalentes de PPH fue de USD8.1 millones, de los cuales USD6.1 millones corresponden a efectivo restringido relacionado con la cuenta de reserva de la deuda. Este fondo ha sido constituido por Hydro Caisán como fideicomitente y BG Trust, Inc. como fiduciario y tiene como propósito general mantener un fondo de efectivo para cumplir con las obligaciones de pago de intereses equivalente a seis meses. A junio de 2020, la compañía no presentaba vencimientos de deuda dentro de los próximos 12 meses. El caso base de Fitch asume que a finales de septiembre de 2020, la compañía emitiría bonos por USD180 millones con vencimiento a diez años, con el objetivo de reconfigurar la deuda actual existente a tasas más favorables que permitirán la reducción de los gastos financieros y mejorar el perfil de vencimientos de la deuda. Asimismo, Fitch espera que bajo escenarios de hidrología promedio para lo que resta de 2020 y durante 2021, combinado con las necesidades bajas de capex, el FFL sea positivo a lo largo del ciclo, lo cual reduce las presiones de liquidez.

Resumen de Liquidez y Vencimiento de Deuda

Resumen de Liquidez

	Original	Original
USD miles)	31 dic 2019	30 jun 2020
Efectivo Disponible y Equivalentes	7,461	8,059
Inversiones de Corto Plazo	0	0
Menos: Efectivo y Equivalentes Restringidos	6,277	6,064
Efectivo Disponible y Equivalentes Definidos por Fitch	1,184	1,995
Líneas de Crédito Comprometidas	0	0
Liquidez Total	1,184	1,995
EBITDA de los Últimos 12 meses	23,220	23,882
Flujo de Fondos Libre de los Últimos 12 meses	8,925	6,826

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Panama Power Holdings, Inc. y subsidiarias.

Vencimientos de Deuda Programados

	Original
(USD miles)	31 mar 2020
31 diciembre 2020	1,750
31 diciembre 2021	9,000

31 diciembre 2022	9,000
31 diciembre 2023	9,000
31 diciembre 2024	9,000
Después 2024	142,250
Total de Vencimientos de Deuda	180,000

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Panama Power Holdings, Inc. y subsidiarias.

Supuestos Clave

Supuestos clave de Fitch considerados en el caso base de calificación del emisor:

- emisión de bonos por USD180 millones para refinanciamiento de la deuda actual;
- factor de carga (despacho) de 34% en 2020; 37% para el período 2021 a 2023, en línea con el factor de carga histórico promedio;
- posición contratada en torno a 72% en 2020; promedio de 80% para el período 2021 a 2023;
- condiciones de la contingencia sanitaria reducen demanda de electricidad en 8% en 2020;
- apalancamiento ajustado 2020 cercano a 7.0x; descendiendo hasta 5.3x en 2023;
- margen EBITDA en torno a 72% a lo largo de la proyección;
- precio promedio del mercado ocasional en 2020 en torno a USD52 por MWh;
- amortización anual de USD9 millones (incluye barrido de caja de USD2 millones) durante el período proyectado;
- exceso de caja por encima de USD3 millones será pagado en dividendos, al mismo tiempo que se cumplen las condiciones financieras del refinanciamiento.

Información Financiera

(USD miles)	Histórico			Proyecciones		
	2017	2018	2019	2020	2021	2022
RESUMEN DE ESTADO DE RESULTADOS						
Ingresos Netos	42,563	39,766	39,378	35,215	39,184	39,534
Crecimiento de Ingresos (%)	3.8	(6.6)	(1.0)	(10.6)	11.3	0.9
EBITDA Operativo (antes de Ingresos de Compañías Asociadas)	30,547	28,193	23,220	25,296	28,096	28,066
Margen de EBITDA Operativo (%)	71.8	70.9	59.0	71.8	71.7	71.0
EBITDAR Operativo	30,547	28,193	23,220	25,296	28,096	28,066
Margen de EBITDAR Operativo (%)	71.8	70.9	59.0	71.8	71.7	71.0
EBIT Operativo	18,581	15,927	11,096	13,252	16,036	16,006
Margen de EBIT Operativo (%)	43.7	40.1	28.2	37.6	40.9	40.5
Intereses Financieros Brutos	(15,808)	(14,987)	(13,786)	(12,013)	(10,431)	(9,895)
Resultado antes de Impuestos (Incluyendo Ganancias/Pérdidas de Compañías Asociadas)	4,187	2,128	(2,268)	1,239	5,605	6,111
Resumen de Balance General						
Efectivo Disponible y Equivalentes	14,413	1,235	1,184	3,000	3,000	3,000
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	216,649	191,806	182,173	176,255	167,255	158,255
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	216,649	191,806	182,173	176,255	167,255	158,255
Deuda Neta	202,236	190,571	180,989	173,255	164,255	155,255
RESUMEN DE FLUJO DE CAJA						
EBITDA Operativo	30,547	28,193	23,220	25,296	28,096	28,066
Intereses Pagados en Efectivo	(11,323)	(17,192)	(12,701)	(12,013)	(10,431)	(9,895)
Impuestos Pagados en Efectivo	(394)	(979)	(317)	(186)	(841)	(917)
Dividendos Recurrentes de Compañías Asociadas						
Menos Distribuciones a Participaciones Minoritarias	0	0	0	0	0	0
Otros Conceptos antes de Flujo Generado por las Operaciones	481	825	(248)	0	0	1
Flujo Generado por la Operaciones (FGO)	19,311	10,847	9,954	13,097	16,824	17,255
Margen de FGO (%)	45.4	27.3	25.3	37.2	42.9	43.6
Variación del Capital de Trabajo	(925)	2,074	(953)	(1,447)	1,342	8
Flujo de Caja Operativo (Definido por Fitch) (FCO)	18,386	12,921	9,001	11,650	18,167	17,262
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total	0	0	0			
Inversiones de Capital (Capex)	(414)	(345)	(76)			
Intensidad de Capital (Capex/Ingresos) (%)	1.0	0.9	0.2			
Dividendos Comunes	0	0	0			
Flujo de Fondos Libre (FFL)	17,972	12,576	8,925			
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	352	0	1,098			
Otros Flujos de Inversiones y Financiamientos	(240)	247	425	(210)	(2,275)	(1,769)
Variación Neta de Deuda	(10,000)	(26,000)	(10,500)	(5,918)	(9,000)	(9,000)
Variación Neta de Capital	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja y Equivalentes	8,084	(13,178)	(52)	1,816	0	0
CÁLCULOS PARA LA PUBLICACIÓN DE PROYECCIONES						
Capex, Dividendos, Adquisiciones y Otros Conceptos antes del FFL	(62)	(345)	1,022	(3,706)	(6,892)	(6,493)
FFL después de Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos	18,324	12,576	10,023	7,944	11,275	10,769
Margen del FFL (después de Adquisiciones Netas) (%)	43.1	31.6	25.5	22.6	28.8	27.2

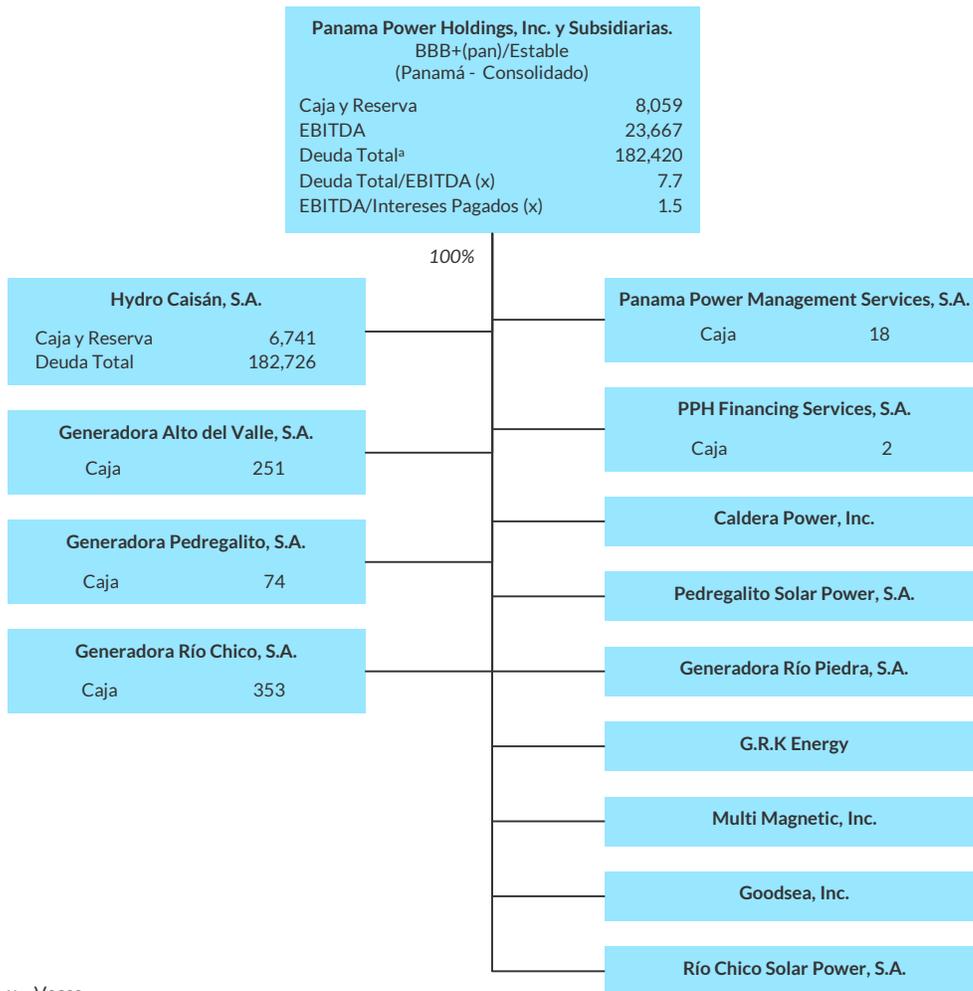
Cómo Interpretar las Proyecciones Presentadas

Las proyecciones presentadas se basan en el caso base proyectado y producido internamente de manera conservadora por Fitch Ratings. No representa la proyección del emisor. Las proyecciones incluidas son solamente un componente que Fitch Ratings utiliza para asignar una calificación o determinar una Perspectiva, además de que la información en las mismas refleja elementos materiales, pero no exhaustivos de los supuestos de calificación de Fitch Ratings sobre el desempeño financiero del emisor. Como tal, no puede utilizarse para determinar una calificación y no debería ser el fundamento para tal propósito. Las proyecciones se construyen usando una herramienta de proyección propia de Fitch Ratings que emplea los supuestos propios de la calificadora relacionados con el desempeño operativo y financiero, los cuales no necesariamente reflejan las proyecciones que usted haría. Las definiciones propias de Fitch Ratings de términos como EBITDA, deuda o flujo de fondos libre pueden diferir de las suyas. La agencia podría tener acceso, en determinadas ocasiones, a información confidencial sobre ciertos elementos de los planes futuros del emisor. Algunos elementos de dicha información pueden ser omitidos de esta proyección incluso a pesar de ser incluidos en la deliberación de Fitch Ratings, si la agencia, a discreción propia, considera que los datos pueden ser potencialmente sensibles desde el punto de vista comercial, legal o regulatorio. La proyección (así como la totalidad de este reporte) se produce estando sujeta estrictamente a las limitaciones de responsabilidad. Fitch Ratings puede actualizar las proyecciones en reportes futuros, pero no asume responsabilidad para hacerlo. La información financiera original de períodos históricos es procesada por Fitch Solutions en nombre de Fitch Ratings. Los ajustes financieros clave y todas las proyecciones financieras atribuidas a Fitch Ratings son producidos por personal de la agencia de calificación.

RAZONES DE COBERTURA (VECES)						
FGO a Intereses Financieros Brutos	2.7	1.6	1.8	2.1	2.6	2.7
FGO a Cargos Fijos	2.7	1.6	1.8	2.1	2.6	2.7
EBITDAR Operativo/Intereses Pagados en Efectivo+ Arrendamientos	2.7	1.6	1.8	2.1	2.7	2.8
EBITDA Operativo/Intereses Pagados en Efectivo	2.7	1.6	1.8	2.1	2.7	2.8
RAZONES DE APALANCAMIENTO (VECES)						
Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo	7.1	6.8	7.8	7.0	6.0	5.6
Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR Operativo	6.6	6.8	7.8	6.8	5.8	5.5
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	7.1	6.8	7.8	7.0	6.0	5.6
Deuda Ajustada respecto al FGO	7.1	6.9	8.1	7.0	6.1	5.8
Deuda Neta Ajustada respecto al FGO	6.7	6.9	8.1	6.9	6.0	5.7
Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions.						

Diagrama de la Estructura Simplificada del Grupo

Estructura Organizacional – Panama Power Holdings, Inc. y Subsidiarias (USD miles – UDM al 30 de junio de 2020)



x - Veces.

^a Neto de costos de financiamiento diferidos.

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Panama Power Holdings, Inc. y subsidiarias.

Resumen de Información Financiera de Pares

Compañía	Calificación	Fecha de Estados Financieros	Ingresos Netos (USD miles)	Margen de EBITDA Operativo (%)	Margen de FGO (%)	Deuda Total/ EBITDA Operativo (veces)	EBITDA Operativo/ Intereses Pagados en Efectivo (veces)
Panama PowerHoldings, Inc. y Subsidiarias	BBB+(pan)						
	BBB+(pan)	2019	39,378	59.0	25.3	7.8	1.8
	BBB+(pan)	2018	39,766	70.9	27.3	6.8	1.6
	BBB+(pan)	2017	42,563	71.8	45.4	7.1	2.7
Electron Investment, S.A.	BBB+(pan)						
		2019	33,150	53.9	13.4	11.4	1.2
		2018	31,362	57.3	18.8	11.4	1.4
		2017	32,291	61.4	23.4	10.3	1.6
AES Changuinola S.R.L.	A+(pan)						
	A+(pan)	2019	27,527	50.6	19.5	24.2	0.6
	A+(pan)	2018	112,449	73.4	40.3	4.2	3.4
	A+(pan)	2017	98,807	75.1	43.8	5.0	2.9
Empresa de Transmisión Eléctrica S.A.	AAA(pan)						
	AAA(pan)	2019	144,400	68.9	24.8	6.0	3.4
		2018	127,000	47.2	24.9	8.1	2.4
		2017	110,000	32.2	47.2	3.9	15.8
AES Panamá, S.R.L.	AA+(pan)						
	AA+(pan)	2019	338,193	27.5	19.4	4.0	4.1
	AA+(pan)	2018	363,429	37.7	27.0	2.8	6.3
	AA+(pan)	2017	342,619	37.7	28.1	2.9	5.8
Grupo Melo, S.A.	A+(pan)						
	A+(pan)	2019	434,849	8.1	5.2	3.6	5.6
	A+(pan)	2018	430,185	8.4	6.3	3.6	6.2
	A+(pan)	2017	440,063	9.9	6.9	2.9	6.7

FGO – Flujo generado por las operaciones.
Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions.

Conciliación de Indicadores Financieros Clave

Conciliación de Indicadores Financieros Clave de Panama Power Holdings, Inc. y Subsidiarias

(USD miles)	31 dic 2019
Resumen de Ajustes al Estado de Resultados	
EBITDA Operativo	23,220
+ Dividendos Recurrentes Pagados a Participaciones Minoritarias	0
+ Dividendos Recurrentes de Compañías Asociadas	0
+ Ajuste Adicional por Dividendos Recurrentes a Participaciones Minoritarias y Compañías Asociadas	0
= EBITDA Operativo después de Participaciones Minoritarias y Compañías Asociadas (k)	23,220
+ Arrendamiento Operativo Considerado como Capitalizado (h)	0
= EBITDAR Operativo después de Participaciones Minoritarias y Compañías Asociadas (j)	23,220
Resumen de Deuda y Efectivo	
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio (l)	182,173
+ Deuda por Arrendamientos Operativos	0
+ Otra Deuda fuera de Balance	0
= Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio (a)	182,173
Efectivo Disponible (Definido por Fitch)	1,184
+ Equivalentes de Efectivo Disponibles (Definidos por Fitch)	0
= Efectivo Disponible y Equivalentes (o)	1,184
Deuda Neta Ajustada (b)	180,989
Resumen del Flujo de Efectivo	
Dividendos Preferentes (Pagados) (f)	0
Intereses Recibidos	219
+ Intereses (Pagados) (d)	(12,701)
= Costo Financiero Neto (e)	(12,482)
Flujo Generado por las Operaciones [FGO] (c)	9,954
+ Variación del Capital de Trabajo	(953)
= Flujo de Caja Operativo [FCO] (n)	9,001
Inversiones de Capital (m)	(76)
Múltiplo Utilizado en Arrendamientos Operativos	0
Apalancamiento Bruto (veces)	
Deuda Ajustada/EBITDAR Operativo ^a (a/j)	7.8
Deuda Ajustada respecto al FGO (a/(c-e+h-f))	8.1
Deuda Total Ajustada/(FGO - Costo Financiero Neto + Arrendamientos Capitalizados - Dividendos Preferentes Pagados)	
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo ^a (l/k)	7.8
Apalancamiento Neto (veces)	
Deuda Neta Ajustada/EBITDAR Operativo ^a (b/j)	7.8
Deuda Neta Ajustada respecto a FGO (b/(c-e+h-f))	8.1
Deuda Neta Ajustada/(FGO - Costo Financiero Neto + Arrendamiento Capitalizado - Dividendos Preferentes Pagados)	
Deuda Neta Total/(FCO - Capex) ((l-o)/(n+m))	20.3
Cobertura (veces)	
EBITDAR Operativo/(Intereses Pagados + Arrendamientos) ^a (j/-d+h)	1.8
EBITDA Operativo/Intereses Pagados ^a (k/(-d))	1.8
FGO a Cargos Fijos ((c-e+h-f)/(-d+h-f))	1.8

$\frac{\text{(FGO - Costo Financiero Neto + Arrendamientos Capitalizados - Dividendos Preferentes Pagados)}}{\text{(Intereses Financieros Brutos Pagados + Arrendamientos Capitalizados - Dividendos Preferentes Pagados)}}$	
FGO a Intereses Financieros Brutos ((c-e-f)/(-d-f))	1.8
$\frac{\text{(FGO - Costo Financiero Neto - Dividendos Preferentes Pagados)}}{\text{(Intereses Financieros Brutos Pagados - Dividendos Preferentes Pagados)}}$	
^a EBITDA/R después de distribuciones a compañías y participaciones minoritarias. Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Panama Power Holdings, Inc. y subsidiarias.	

Ajustes de Conciliación de Fitch

Resumen de Ajustes a la Información Financiera

Panama Power Holdings, Inc. y Subsidiarias

(USD miles)	Valores Reportados 31 dic 2019	Resumen de Ajustes por Fitch	Ajuste por Arrendamientos	Otros Ajustes	Valores Ajustados por Fitch
Resumen de Ajustes al Estado de Resultados					
Ingresos Netos	39,378				39,378
EBITDAR Operativo	23,023	197	(40)	237	23,220
EBITDAR Operativo después de Distribuciones a Compañías Asociadas y Participaciones Minoritarias	23,023	197	(40)	237	23,220
Arrendamiento Operativo	0				0
EBITDA Operativo	23,023	197	(40)	237	23,220
EBITDA Operativo después de Distribuciones a Compañías Asociadas y Participaciones Minoritarias	23,023	197	(40)	237	23,220
EBIT Operativo	11,096				11,096
Resumen de Deuda y Efectivo					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	182,173				182,173
Deuda Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	0				0
Deuda por Arrendamientos Operativos	0				0
Otra Deuda fuera de Balance	182,173				182,173
Efectivo Disponible y Equivalentes	1,184				1,184
Efectivo y Equivalentes Restringidos/No Disponibles	6,277				6,277
Resumen del Flujo de Efectivo					
Dividendos Preferentes (Pagados)	0				0
Intereses Recibidos	219				219
Intereses Financieros Brutos (Pagados)	(12,701)				(12,701)
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	9,994	(40)	(40)		9,954
Variación del Capital de Trabajo (Definido por Fitch)	(953)				(953)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	9,041	(40)	(40)		9,001
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente	0				0
Inversiones de Capital (Capex)	(76)				(76)
Dividendos Comunes (Pagados)	0				0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	8,965	(40)	(40)		8,925
Apalancamiento Bruto (veces)					
Deuda Total Ajustada/EBITDAR Operativo ^a	7.9				7.8
Deuda Ajustada respecto al FGO	8.1				8.1
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo ^a	7.9				7.8
Apalancamiento Neto (veces)					
Deuda Neta Ajustada/EBITDAR Operativo ^a	7.9				7.8
Deuda Neta Ajustada respecto al FGO (veces)	8.1				8.1
Deuda Neta Ajustada/(FCO – Capex) (veces)	20.2				20.3
Cobertura (veces)					
EBITDAR Operativo/(Intereses Financieros Brutos + Arrendamientos)	1.8				1.8
EBITDA Operativo/Intereses Financieros Brutos ^a	1.8				1.8
FGO a Cargos Fijos	1.8				1.8
FGO a Intereses Financieros Brutos	1.8				1.8

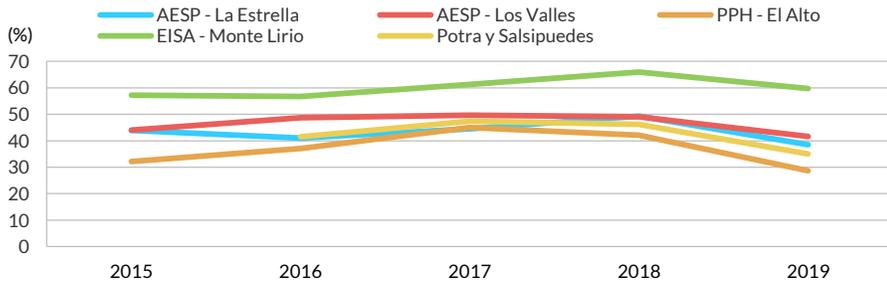
^aEBITDA/R después de distribuciones a compañías y participaciones minoritarias.

Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Panama Power Holdings, Inc. y subsidiarias.

Información Adicional Relevante

Factor de Despacho

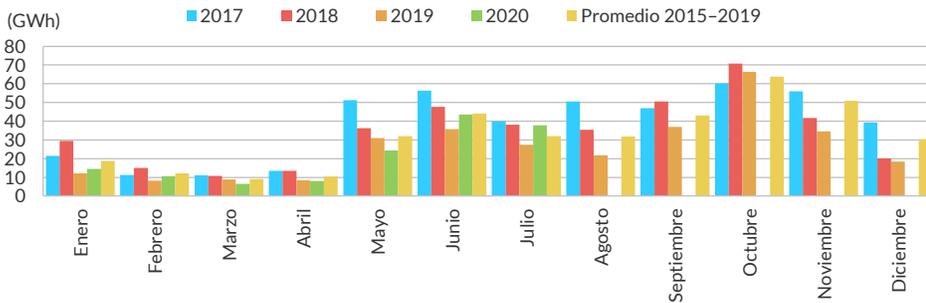
Hidos de Pasada Mayor de 50 MW



Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, Centro Nacional de Despacho.

Panama Power Holdings, Inc. y Subsidiarias

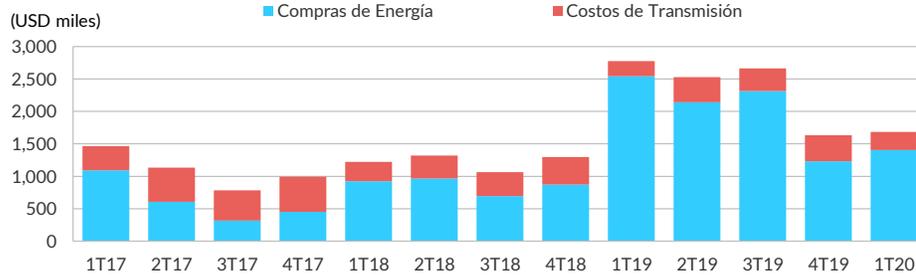
Generación Mensual



Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions y Centro Nacional de Despacho.

Panama Power Holdings, Inc. y Subsidiarias

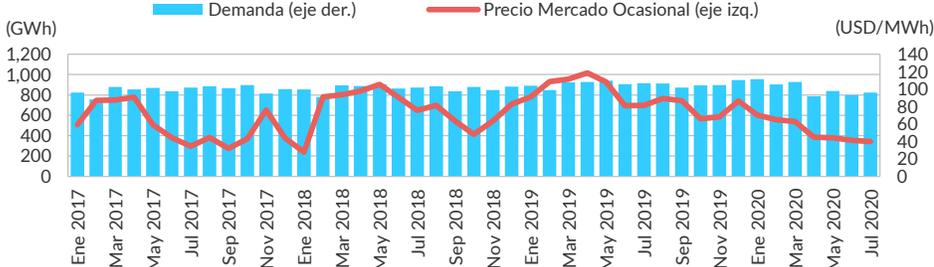
Costos de Energía



Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions, PPH.

Demanda Eléctrica y Precio Mensuales

Panamá



Fuente: Fitch Ratings, Fitch Solutions y Centro Nacional de Despacho.

Las calificaciones mencionadas fueron requeridas y se asignaron o se les dio seguimiento por solicitud del emisor calificado o de un tercero relacionado. Cualquier excepción se indicará.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE [HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LÍDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2020 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previenen en el momento en que se emitió o afirmó una calificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10,000 y USD150,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer calificaciones crediticias solamente a "dientes mayoristas". La información de calificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "dientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001".